

格力电器 (000651.SZ)

白色家电行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

市价(人民币): 21.41元
目标(人民币): 25.63-28.48元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	2,964.66
总市值(百万元)	643.98
年内股价最高最低(元)	22.25/16.19
沪深300指数	2239.88
深证成指	8394.24



相关报告

1. 《今年三成、明年两成净利润增长确定性强》，2012.10.8
2. 《龙头优势扩大,现价调整到值得买入》，2012.8.24
3. 《中报增长 30%超预期,上调盈利预测》，2012.7.17

蒋毅

联系人
(8636)11937527
jiangyi@gjzq.com.cn

王晓莹

分析师 SAC 执业编号: S1130511030019
(8621)61038318
wangxiaoying@gjzq.com.cn

近乎完美的超预期 3 Q, 又一年三度上调预测

公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	1.517	1.858	2.361	2.848	3.384
每股净资产(元)	4.72	6.25	8.78	11.12	14.01
每股经营性现金流(元)	0.22	1.19	4.04	3.71	4.06
市盈率(倍)	11.95	9.30	9.07	7.52	6.33
行业优化市盈率(倍)	53.95	9.39	10.06	10.06	10.06
净利润增长率(%)	46.76%	22.48%	35.61%	20.63%	18.81%
净资产收益率(%)	32.15%	29.75%	26.90%	25.60%	24.16%
总股本(百万股)	2,817.89	2,817.89	3,007.87	3,007.87	3,007.87

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 格力电器 2012 年前三季度实现营业收入 771.6 亿元, 同比增长 20.4%; 归属于上市公司股东的净利润 53.3 亿元, 同比增长 41.3%, 显著超出我们预期 (YoY+31%) 及市场预期。其中第三季度实现营业收入 28.9 亿元, 同比增长 21.1%; 归属于上市公司股东的净利润 24.6 亿元, 同比增长 57.3%。

经营分析

- 收入持续上半年增长势头, 3Q12 增长 21%。我们估计 3Q 单季国内收入增速约为+23% (1H12 增速为 20.6%), 海外收入小幅增长 (1H12 同比持平)。国内的增长来自于三方面: ①家用空调份额提升带来出货量增速约为 7-8% (图表 3, 而且从跟踪来看, 3Q 单季安装卡的增速还略高于公司出货量增速, 说明渠道库存在下降、有利于后期发货增长) 和产品结构均上升 (图表 5, 中怡康 7、8 月格力空调均价涨幅为 4% 和 3%); ②中央空调 3Q 增速加快超过 30% (1H12 增速约 30%); ③小家电等其他业务收入继续保持快速增长。
- 成本下降+均价提升=高毛利率, 彰显公司的定价能力在继续上升。(图表 6) 3Q12 公司毛利率高达 28.3%, 同比提高 7.5 个百分点, 由原材料成本下降约 15% (图表 7, 考虑人工成本上升理论测算可贡献毛利率提升近 8 个百分点) 和公司产品结构上升带来均价稳中提升两方面因素共同贡献; 销售费用率同比提高 5.9 个百分点, 说明公司加大返利力度, 经销商也从公司毛利率提升中获益; 而且“毛利率-销售费用率”同比提升 1.7 个百分点, 表明公司品牌附加值 (即定价能力) 继续提升。管理费用率小幅上升 0.1 个百分点。3Q12 收到了政府对上一期高效节能空调补贴 (2011 年 5 月 30 日已结束) 的余款拨付近 5 亿, 而上年同期也有同等规模的补贴收入, 正好对冲。最终 3Q12 净利率达 8.5%, 同比提升 2 个百分点。
- 资产负债和现金流指标近乎完美: 经营性现金流量净额 184 亿元 (YoY+188%), 货币资金达到 327 亿元 (YoY+104%)。“应收账款+应收票据”在收入增长 21% 下同比基本持平, 存货同比还下降了 7%。预收款 227 亿元, 比去年同期少 2 亿元, 但在宏观经济不佳的背景下, 经销商仍然愿意预支如此高的货款, 说明对公司产品的信心强。
- 全年千亿目标确定性高, 利润增速有望达到甚至超过 35%。尽管行业销量难有增长, 公司通过品牌力和产品力上升实现均价、份额提升, 全年实现千亿目标确定性高, 盈利能力明显提升, 加之补贴的确认, 全年利润增速有望达到甚至超过 35%。

盈利调整

- 我们在今年已两次上调公司盈利预测（中报点评和 10 月 8 日深度报告《今年三成、明年两成净利润增长确定性强》，而且强调今年从中报看公司盈利增长有所保留），本次因为三季报超预期，我们再次上调业绩约 5%：预计 2012-2014 年公司收入为 1009、1197、1403 亿元，增速为 20.9%、18.6%、17.2%；EPS 为 2.361、2.848、3.384 元，净利润增速为 35.6%、20.6%、18.8%。

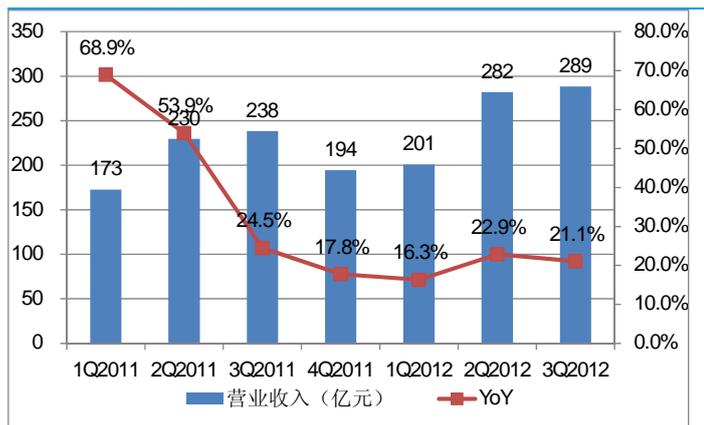
投资建议

- 今年公司品牌力及产品力进一步增强，市场份额持续上升，实现逆势增长；中长期看公司在暖通空调及制冷领域还有大空间（家用+商用），到 2014 年复合增速 18% 完全可期。三季报进一步增强公司高增长信心，作为 PE/G<0.4 且持续较快成长、具备国际竞争力的低估值蓝筹，现价对应 9.1X12PE/7.5X13PE，我们认为 3-12 个月合理估值 9-10X13PE，即 25.63-28.48 元，还有 20-33% 空间，且短期到 1Q13 就有望实现估值切换带来的 20% 的绝对收益，维持公司“买入”评级。

风险提示

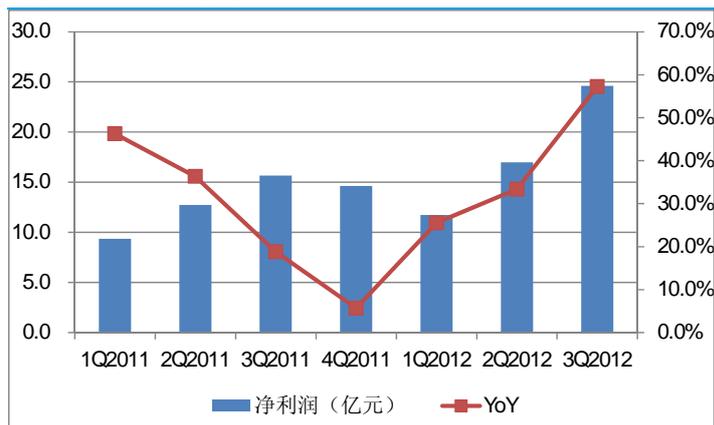
- 国内外经济大环境低于预期可能导致未来空调行业销量增速低于我们预期，从而影响我们对公司的盈利预测的关键假设。

图表1：公司单季收入及 YoY



来源：公司财报，国金证券研究所

图表2：公司单季净利润及 YoY



图表3：产业在线的格力出货量份额 3Q 进一步上升

产业在线出货量（内外销合计）		空调
行业增速	2012 年 1-9 月	-6.4%
格力增速	2012 年 1-9 月	5.3%
格力份额	2011 年 1-9 月	30.4%
	2012 年 1-9 月	34.1%
	份额变化百分点	+3.7

产业在线出货量（内外销合计）		空调
行业增速	2012 年 7-9 月	-6.5%
格力增速	2012 年 7-9 月	8.2%
格力份额	2011 年 7-9 月	35.2%
	2012 年 7-9 月	40.8%
	份额变化百分点	+5.6

来源：产业在线，中怡康，国金证券研究所

图表4：中怡康的格力大连锁零售量份额不具代表性（份额对比产业在线可见格力主要靠专卖店渠道销售）

中怡康城市零售量		空调
行业增速	2012 年 1-8 月	-20.7%
格力增速	2012 年 1-8 月	-15.0%
格力份额	2011 年 1-8 月	23.3%
	2012 年 1-8 月	25.1%
	份额变化百分点	+1.8

中怡康城市零售量		空调
行业增速	2012 年 7-8 月	-2.0%
格力增速	2012 年 7-8 月	-1.3%
格力份额	2011 年 7-8 月	20.8%
	2012 年 7-8 月	21.0%
	份额变化百分点	+0.2

图表5: 格力产品均价累计提升8%，行业整体提升5%

中怡康口径 格力空调均价 (元)	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	1-8月累 计
2011年	3 38	3771	3518	3466	3536	3,671	3,664	3,870	3631
2012年	4,306	4,043	4,031	3,881	3,857	3,830	3,818	3,987	3916
YoY	9.3%	7.2%	14.6%	12.0%	9.1%	4.3%	4.2%	3.0%	8%

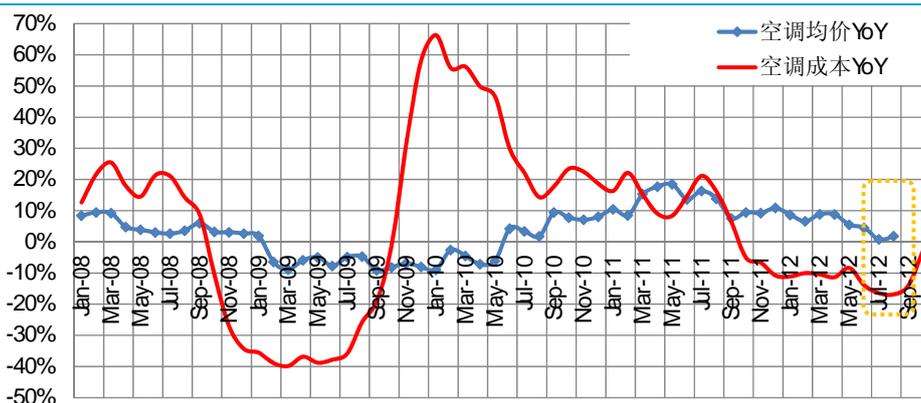
来源: 中怡康, 国金证券研究所

图表6: 利润表分拆及点评

(百万元)		1H11	3Q11	1-3Q11	1H12	3Q12	1-3Q12	3Q12 同比	1-3Q12 同比	点评
单季收入 及增速	营业收入	40239	23835	64075	48303	28861	77165	21.1%	20.4%	3Q提速, 且安装卡增速优于发货量增速。
	收入YoY		24.5%	44.6%	20.0%	21.1%	20.4%			
利润表结 构百分比	毛利率	15.8%	20.8%	17.7%	23.4%	28.3%	25.2%	7.5	7.5	产品结构上升带来均价提升, 原材料成本下降约15%令毛利率上升; 同时加大返利力度使经销商亦受益; 且“毛利率-销售费用率”同比提高说明公司的盈利空间还在上升。
	-销售费用率	9.0%	11.6%	9.9%	12.5%	17.5%	14.4%	5.9	4.4	
	毛利率-费用率	6.9%	9.2%	7.7%	10.8%	10.9%	10.8%	1.7	3.1	
	-管理费用率	2.6%	3.1%	2.8%	3.4%	3.2%	3.3%	0.1	0.5	确保研发费用投入
	-财务费用率	-0.5%	-0.2%	-0.4%	-0.2%	-0.8%	-0.4%	-0.6	-0.0	账上现金大幅增长, 利息收入增加令财务费用率下降
	-资产减值损失	0.2%	0.0%	0.1%	0.2%	-0.3%	0.0%	-0.3	-0.1	
	公允价值变动收益	0.0%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.2%	0.1%	0.3	0.1	本期公允价值变动为收益而去年同期为损失
	+投资收益	0.0%	0.3%	0.0%	-0.1%	0.0%	0.0%	-0.3	0.0	远期外汇交易实现的收益减少所致
	+营业外收支	2.9%	2.3%	2.7%	0.3%	1.9%	0.9%	-0.4	-1.8	3Q12收到了政府对上一期高效节能空调补贴(2011年5月30日已结束)的余款拨付近5亿; 上年同期也有同等规模的补贴收入。
	=利润总额	6.7%	8.2%	7.3%	7.1%	10.3%	8.3%	2.0	1.0	
-所得税费用	1.2%	1.6%	1.3%	1.1%	1.7%	1.3%	0.1	-0.1		
-少数股东损益	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.2%	0.1%	0.1	0.1		
归属于母公司所有者净利润率	5.5%	6.6%	5.9%	5.9%	8.5%	6.9%	2.0	1.0	主要是“毛利率-销售费用率”提升的贡献, 即公司定价能力继续上升的财务体现。	
单季净利 润及增速	净利润(百万元)	2208	1565	3773	2871	2461	5332	57.3%	41.3%	
	净利润YoY		18.8%	30.5%	30.1%	57.3%	41.3%			

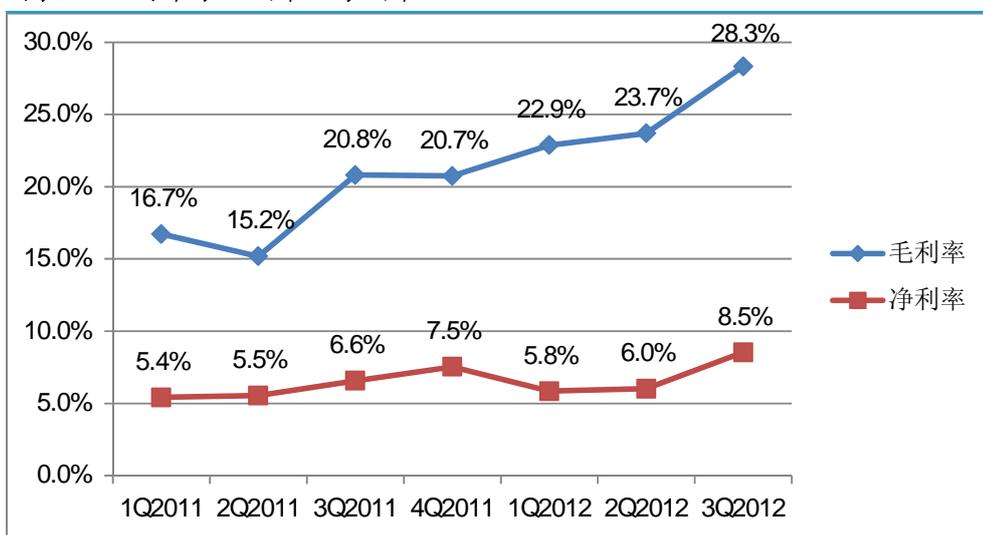
来源: 公司财报, 国金证券研究所

图表7: 三季度原材料成本同比下降约 15% (橙色虚线框)



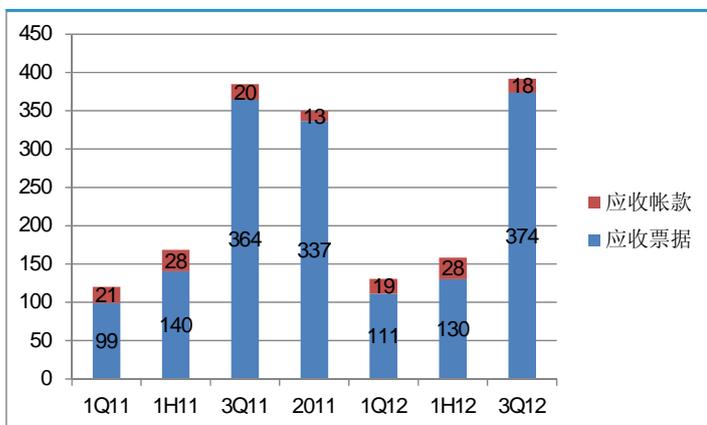
来源: Bloomberg, 中怡康, 国金证券研究所

图表8: 公司单季毛利率及净利率



来源: 公司财报, 国金证券研究所

图表9: 应收账款及应收票据同比基本持平 (亿元)



来源: 公司财报, 国金证券研究所

图表10: 存货下降, 预收同比持平 (亿元)

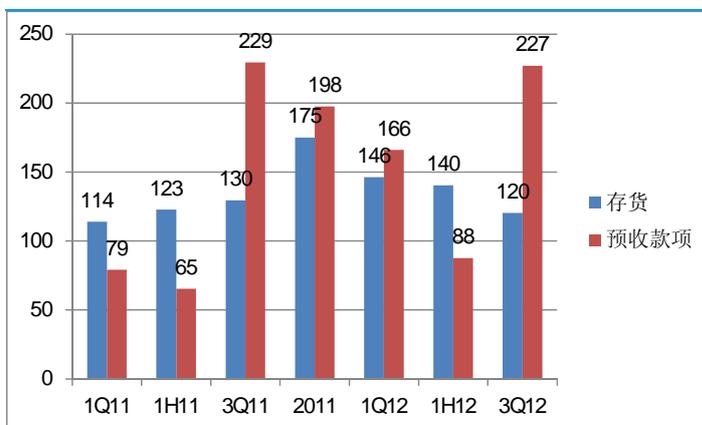


图11: 三张报表及摘要

损益表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	42,637	60,807	83,517	100,949	119,681	140,310
增长率		42.6%	37.3%	20.9%	18.6%	17.2%
主营业务成本	-31,972	-47,474	-68,150	-75,578	-91,220	-108,032
%销售收入	75.0%	78.1%	81.6%	74.9%	76.2%	77.0%
毛利	10,665	13,333	15,367	25,371	28,461	32,278
%销售收入	25.0%	21.9%	18.4%	25.1%	23.8%	23.0%
营业税金及附加	-403	-539	-498	-505	-598	-702
%销售收入	0.9%	0.9%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-5,798	-8,410	-8,050	-14,133	-14,661	-16,486
%销售收入	13.6%	13.8%	9.6%	14.0%	12.3%	11.8%
管理费用	-1,567	-1,978	-2,783	-3,533	-3,949	-4,350
%销售收入	3.7%	3.3%	3.3%	3.5%	3.3%	3.1%
息税前利润 (EBIT)	2,898	2,406	4,035	7,200	9,253	10,740
%销售收入	6.8%	4.0%	4.8%	7.1%	7.7%	7.7%
财务费用	97	309	453	378	654	1,035
%销售收入	-0.2%	-0.5%	-0.5%	-0.4%	-0.5%	-0.7%
资产减值损失	-29	-100	21	-27	-36	-40
公允价值变动收益	2	69	-58	80	0	0
投资收益	7	62	91	10	11	12
%税前利润	0.2%	1.2%	1.4%	0.1%	0.1%	0.1%
营业利润	2,975	2,747	4,542	7,640	9,881	11,747
营业利润率	7.0%	4.5%	5.4%	7.6%	8.3%	8.4%
营业外收支	406	2,310	1,786	800	300	350
税前利润	3,380	5,056	6,329	8,440	10,181	12,097
利润率	7.9%	8.3%	7.6%	8.4%	8.5%	8.6%
所得税	-449	-753	-1,031	-1,266	-1,527	-1,815
所得税率	13.3%	14.9%	16.3%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	2,932	4,303	5,297	7,174	8,654	10,282
少数股东损益	18	27	60	72	87	104
归属于母公司的净利润	2,913	4,276	5,237	7,102	8,567	10,178
净利率	6.8%	7.0%	6.3%	7.0%	7.2%	7.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	2,932	4,303	5,297	7,174	8,654	10,282
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	441	548	612	752	832	884
非经营收益	-327	-567	-198	1,015	-182	-233
营运资金变动	6,377	-3,693	-2,359	3,210	1,849	1,264
经营活动现金净流	9,423	592	3,353	12,152	11,153	12,198
资本开支	-716	-2,481	-4,772	-2,352	-100	-450
投资	-758	-415	1,074	-1,659	-35	-35
其他	-1,619	1,010	930	90	11	12
投资活动现金净流	-3,093	-1,887	-2,767	-3,922	-124	-473
股权募资	466	0	0	3,199	0	0
债权募资	956	2,217	3,296	-4,922	0	0
其他	-1,487	-3,709	-4,257	-185	-130	-1,634
筹资活动现金净流	-66	-1,492	-961	-1,908	-130	-1,634
现金净流量	6,265	-2,787	-375	6,323	10,900	10,091

来源: 公司财报, 国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	22,905	15,166	16,041	22,363	33,263	43,354
应收款项	11,909	23,567	35,526	40,449	47,954	56,220
存货	5,824	11,559	17,503	15,040	17,655	20,615
其他流动资产	1,973	4,240	2,685	3,394	4,019	4,692
流动资产	42,611	54,533	71,756	81,246	102,892	124,881
%总资产	87.0%	83.3%	84.4%	82.5%	85.9%	88.1%
长期投资	7	2,677	17	1,675	1,710	1,745
固定资产	4,821	5,629	9,881	11,895	11,144	10,852
%总资产	9.8%	8.6%	11.6%	12.1%	9.3%	7.7%
无形资产	508	1,066	1,670	2,085	2,439	2,687
非流动资产	6,382	10,900	13,258	17,255	16,894	16,885
%总资产	13.0%	16.7%	15.6%	17.5%	14.1%	11.9%
资产总计	48,993	65,433	85,014	98,501	119,786	141,766
短期借款	962	1,900	4,916	0	0	0
应付款项	29,822	35,736	49,370	54,596	65,311	76,986
其他流动负债	7,999	10,580	9,656	13,938	15,854	17,382
流动负债	38,782	48,217	63,942	68,534	81,166	94,368
长期贷款	0	1,854	2,582	2,582	2,582	2,582
其他长期负债	38	64	59	85	85	85
负债	38,821	50,134	66,583	71,201	83,833	97,035
普通股股东权益	9,966	13,298	17,601	26,398	33,461	42,135
少数股东权益	683	709	770	72	159	264
负债股东权益合计	49,473	64,142	84,959	98,501	119,786	141,766

比率分析

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标						
每股收益	1.551	1.517	1.858	2.361	2.848	3.384
每股净资产	5.305	4.719	6.246	8.776	11.124	14.008
每股经营现金净流	5.030	0.219	1.191	4.040	3.708	4.055
每股股利	0.300	0.500	0.300	0.500	0.500	0.500
回报率						
净资产收益率	29.23%	32.15%	29.75%	26.90%	25.60%	24.16%
总资产收益率	5.89%	6.67%	6.16%	7.27%	7.29%	7.30%
投入资本收益率	21.58%	11.49%	13.03%	21.01%	21.68%	20.26%
增长率						
主营业务收入增长率	1.04%	42.62%	37.35%	20.87%	18.56%	17.24%
EBIT增长率	20.46%	-16.96%	67.72%	78.42%	28.50%	16.08%
净利润增长率	39.36%	46.76%	22.48%	35.61%	20.63%	18.81%
总资产增长率	62.07%	29.65%	32.45%	15.86%	21.61%	18.35%
资产管理能力						
应收账款周转天数	6.7	6.9	5.8	6.0	6.0	6.0
存货周转天数	61.0	67.5	78.3	73.0	71.0	70.0
应付账款周转天数	114.7	97.8	78.8	80.0	80.0	80.0
固定资产周转天数	39.7	33.2	33.7	30.8	25.6	21.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-206.02%	-81.99%	-46.58%	-74.78%	-91.29%	-96.19%
EBIT利息保障倍数	-29.9	-7.8	-8.9	-19.1	-14.2	-10.4
资产负债率	78.47%	78.16%	78.37%	72.89%	71.37%	69.59%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	3	4	27	68
增持	0	0	8	9	15
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	1.00	1.53	1.33	1.24

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2012-03-08	增持	20.82	N/A
2 2012-04-25	增持	21.05	25.77 ~ 26.13
3 2012-04-27	增持	21.39	25.77 ~ 26.13
4 2012-05-07	增持	21.75	25.77 ~ 26.13
5 2012-05-28	增持	21.48	25.77 ~ 26.13
6 2012-07-17	增持	22.18	26.37 ~ 26.42
7 2012-08-24	买入	20.13	23.60 ~ 26.40
8 2012-10-08	买入	21.09	24.40 ~ 26.95

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 增持：预期未来6-12个月内上涨幅度在5%-20%；
- 中性：预期未来6-12个月内变动幅度在-5%-5%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在5%以下。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B